

Tilburg University

Valutamarkt en kortlopende internationale kapitaalbewegingen - de academische en de cambistische visie

van Roij, G.P.L.

Published in:
Maandschrift Economie

Publication date:
1979

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):

van Roij, G. P. L. (1979). Valutamarkt en kortlopende internationale kapitaalbewegingen - de academische en de cambistische visie. *Maandschrift Economie*, 43(11), 457-483.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Valutamarkt en kortlopende internationale kapitaalbewegingen - de academische en de cambistische visie

door dr. G. P. L. van Roij

Inleiding

In de literatuur waarin het kortlopende internationale kapitaalverkeer wordt geanalyseerd, wordt meestal veel aandacht geschonken aan de internationale rente-arbitrage. Aan de kapitaalbewegingen die hieruit kunnen worden verklaard, wordt op praktisch universele schaal ook een belangrijke monetaire betekenis toegekend. Zij kunnen namelijk (mede afhankelijk van het wisselkoerssysteem en het gevoerde beleid) invloed hebben op de internationale monetaire reserves, de basisgeldhoeveelheid, de geldmarkt van een land en op het koersniveau van een valuta. Deze opvatting wordt met name aangehangen in de academische wereld. De theorie die daaraan ten grondslag ligt wordt hier dan ook, in navolging van Coulbois en Prissert, de academische theorie genoemd.¹

Een geheel andere mening wordt verkondigd door de aanhangers van de z.g. cambistische theorie.² Hierin wordt de opvatting verdedigd dat aan kapitaalbewegingen waaraan het motief van de internationale rente-arbitrage ten grondslag ligt geen enkele monetaire betekenis kan worden toegekend. Uit de cambistische opvattingen vloeit bovendien voort dat een valutatermijnmarkt in economische zin niet bestaat.

De literatuur waarin de cambistische visie naar voren komt, is, in vergelijking met die waarin de academische theorie wordt verdedigd, nogal schaars en soms moeilijk toegankelijk. Uit de eveneens schaarse discussies tussen de aanhangers van beide opvattingen, blijkt bovendien dat er soms sprake is van misverstanden, ongelukkige formuleringen en verkeerde interpretaties. Uitlatingen van academische zijde over de cambistische theorie als: ‘... the theory proposed... is nothing but a simplified version of the interest parity theory...’³ en de betiteling

1. Paul Coulbois and Pierre Prissert, Forward exchange, short term capital flows and monetary policy, *De Economist*, 122, nr. 4, 1974, p. 284.

2. De cambisten zijn de ‘foreign exchange dealers’ die namens de commerciële banken valuta-transacties afsluiten. De cambistische theorie baseert zich dan ook op het feitelijke gedragsspatroon van de banken op de valutamarkt en ontleent daaraan haar naam.

3. Bernard J. Schep and Willem J. B. Smits, Forward exchange, short term capital flows and monetary policy: a comment, *De Economist*, 124, nr. 4, 1976, p. 483.

van de discussie tussen de academici en de cambisten als een 'dialogue de sourds' ⁴ zijn tekenend in dit verband.

In dit artikel zal worden getracht de essentie van beide theorieën weer te geven en met elkaar te vergelijken. Daartoe wordt in paragraaf I uitgegaan van het gedrag op de valutamarkt van enkele, voor ons doel relevant te achten, marktpartijen, waarbij er echter geen mogelijkheid bestaat om termijntransacties af te sluiten. Daarbij zal tevens worden aangegeven op welke wijze een marktevenwicht tot stand komt, welke transacties in monetair opzicht relevant zijn en welke transacties in onevenwichtige situaties een bijdrage kunnen leveren tot een herstel van het evenwicht.

In paragraaf II wordt vervolgens een termijnmarkt voor vreemde valuta geïntroduceerd. In de academische opvattingen brengt dit belangrijke consequenties met zich mee, omdat hierdoor het gedragspatroon van verschillende marktpartijen, met name van rente-arbitrageanten en valutaspeculanten, wijzigingen ondergaat. Daarmee wordt in deze visie de monetaire invloed van de genoemde economische subjecten een andere dan in paragraaf I.

In de derde paragraaf wordt aangegeven waarom - in de cambistische visie - aan de introductie van valutatermijntransacties geen enkele monetaire betekenis kan worden toegekend. De cambistische opvattingen zijn daarmee in wezen identiek aan die, welke in paragraaf I naar voren worden gebracht.

In de vierde paragraaf wordt nader ingegaan op de controversiële punten tussen beide theorieën. Daarbij zal worden getracht aan te tonen dat de academische kritiek op de cambistische opvattingen niet gerechtvaardigd is.

Tenzij uitdrukkelijk anders aangegeven worden in deze studie voortdurend de navolgende veronderstellingen gehanteerd:

1. Op de valutamarkt opereren importeurs en exporteurs van goederen en diensten (handelaren), valutaspeculanten en rente-arbitrageanten. Zij zijn ingezetenen van land A (het binnenland) terwijl land B de buitenwereld voorstelt. De importen en exporten van land A worden gefactureerd in valuta B;
2. Zowel in A als in B bestaat slechts één relevante rentevoet, tegen welke het bankwezen bereid is kredieten te verschaffen en deposito's te accepteren. Er wordt dus geabstraheerd van een mogelijk verschil in debet- en creditrente in beide landen. Deze veronderstelling houdt in dat het bankwezen op de kredietmarkt een intermediaire functie vervult tussen kredietgevers en kredietnemers;
3. Er bestaan geen belemmeringen van overheidswege m.b.t. de valutatransacties en er wordt afgezien van mogelijke informatie- en transactiekosten.

4. Paul Coulbois and Pierre Prissert, Forward exchange, short term capital flows and monetary policy: a reply, *De Economist*, 124, nr. 4, 1976, p. 492.

I. De contante valutamarkt bij afwezigheid van termijntransacties

Het is zowel in theorie als in praktijk denkbaar dat er op de valutamarkt slechts contante transacties kunnen worden afgesloten. De handelaren, de valutaspeculanten en de internationale rente-arbitrageanten kunnen dan hun doeleinden alleen realiseren door op de contante valutamarkt te opereren. In het onderstaande zal het gedragsspatroon van de genoemde economische subjecten in een dergelijke situatie worden weergegeven. Tevens zal worden nagegaan onder welke voorwaarden dan een evenwicht op de valutamarkt tot stand komt. Naast de in de inleiding gegeven veronderstellingen, zal voorshands worden aangenomen dat het bankwezen op geen enkele wijze betrokken is bij de valutatransacties, noch als zelfstandige marktpartij, noch als intermediair.

Handelaren en speculanten

De handelaren trachten voordelen te behalen door goederen en diensten te importeren en te exporteren. We zullen hierbij aannemen dat de afsluiting van de handelscontracten en de levering op eenzelfde moment plaatsvinden. Dit houdt tevens in dat de handelaren op hetzelfde tijdstip vraag naar en aanbod van valuta B zullen uitoefenen. Een ander gedragsspatroon impliceert, zoals nog zal worden aangegeven, dat de handelaren tevens als valutaspeculant en/of als rente-arbitrageant beschouwd moeten worden. Gegeven de prijzen in A en B is de wisselkoers (de prijs van valuta B uitgedrukt in valuta A) de bepalende factor voor de vraag naar en het aanbod van valuta B. Naarmate deze hoger is, is de import voor land A duurder, maar is land A goedkoper voor de buitenwereld. Op grond van deze overwegingen zal worden aangenomen dat de importeurs minder valuta B zullen vragen, en de exporteurs meer valuta B zullen aanbieden, naarmate de wisselkoers hoger is.

De valutaspeculanten trachten voordeel te behalen uit de verwachte wisselkoersveranderingen in de loop van de tijd. Dit betekent dat de feitelijke koers (π^C) en de verwachte koers (π^V) voor hen van betekenis zijn. De valutaspeculatie vereist echter ook de inzet van liquide middelen. De speculanten zullen derhalve ook rekening dienen te houden met de te derven rente op deposito's of de te betalen rente op kredieten in de gewantrouwde valuta. Zij zullen echter ook rente ontvangen gedurende de periode dat zij beleggingen aanhouden in de door hen gewenste valuta. Indien r_A en r_B het binnenlandse, respectievelijk het buitenlandse rentepercentage voorstellen zullen speculanten kapitaal exporteren indien de verwachte opbrengst van een speculatieve belegging in de buitenwereld hoger is dan de zekere opbrengst van een niet-speculatieve belegging in het binnenland. Dit is het geval indien
$$\frac{\pi^V}{\pi^C} (1 + r_B) > 1 + r_A.$$

Het linkerlid van deze ongelijkheid geeft de verwachte eindwaarde van een belegging van één eenheid valuta A in het buitenland in de betreffende periode.

Het rechterlid stelt de eindwaarde van een belegging van één eenheid valuta A in het binnenland voor.

De speculatieve kapitaalbewegingen zullen vanzelfsprekend invloed kunnen uitoefenen op de wisselkoers en op de binnen- en buitenlandse rentestand. Bij kapitaalexport van A naar B zal, ceteris paribus, π^C een stijgende tendens vertonen bij een systeem van vrije wisselkoersen. Bij vaste wisselkoersen zullen er (grotere) betalingstekorten (of geringere overschotten) resulteren en zullen de officiële reserves en de basisgeldhoeveelheid verminderen. De binnenlandse rentestand r_A zal een stijging kunnen vertonen onder invloed van een geringer aanbod van middelen en een vergroting van de kredietvraag bij de banken. De buitenlandse rentestand zal een dalende tendens kunnen vertonen o.i.v. de grotere vraag naar termijndeposito's, luidende in valuta B, door speculanten. Het omgekeerde betoog is uiteraard relevant indien land A wordt geconfronteerd met speculatieve kapitaalimporten, hetgeen het geval is indien

$$\frac{\pi^V}{\pi^C} (1 + r_B) < 1 + r_A.$$

Indien speculanten beleggen in de buitenwereld accepteren zij verschillende risico's. Het is bijvoorbeeld denkbaar dat de bank waar de speculanten deposito's aanhouden, te zijner tijd illiquide is en dus haar verplichtingen niet kan nakomen. In dit opzicht accepteert een speculant dus een debiteurenrisico. Daarnaast loopt een speculant vanzelfsprekend het valutarisico. Dit houdt in dat de subjectieve verwachtingen van de speculant met betrekking tot de toekomstige wisselkoers misschien niet gerealiseerd worden. Ten slotte wordt de speculant ook nog geconfronteerd met het zogenaamde politieke risico. Dit is het risico dat gedurende de looptijd van de belegging de buitenlandse autoriteiten min of meer verregaande deviezenrestricties zullen introduceren. Een gevolg hiervan is dat de aanwendingsmogelijkheden van de valuta waarover de speculanten op de vervaldag van de belegging zullen beschikken, beperkt kunnen zijn. In zeer extreme situaties kunnen deze mogelijkheden tot nul zijn gereduceerd.

Rente-arbitrageanten

Een derde groep van economische subjecten die op de valutamarkt transacties kan afsluiten bestaat uit de internationale rente-arbitrageanten. Zij trachten voordeel te behalen uit internationale renteversillen, zonder een valuta-risico te accepteren. Omdat is geabstraheerd van een termijnmarkt kunnen rente-arbitrageanten het valutarisico niet uitsluiten via deze markt. Indien rente-arbitrageanten beleggen in de buitenwereld verwerven zij een vordering met een zekere looptijd in valuta B. Ter uitsluiting van het valuta-risico zullen zij ook een schuld voor eenzelfde bedrag en met eenzelfde looptijd in valuta B moeten aangaan. Met andere woorden: indien rente-arbitrageanten beleggen in termijn-deposito's bij banken in B zullen zij ook krediet moeten opnemen bij het betreffende bankwezen. Internationale rente-arbitrage is in evenwichtssituatie's echter

onmogelijk. De banken in A en in B hanteren dan immers de evenwichtige rentevoet voor A resp. voor B, zodat arbitragetransacties geen enkel voordeel kunnen opleveren.⁵

Internationale rente-arbitrage is echter wel denkbaar in een onevenwichtige marktsituatie. Veronderstel bijvoorbeeld dat er in de buitenwereld één bank is die een hogere rentevoet hanteert dan de evenwichtige, die door alle andere banken wordt gebruikt. Arbitragetransacties zijn dan mogelijk en voordelig. Dit geldt allereerst voor ingezetenen van land B. Zij kunnen en zullen dan deposito's vormen bij de betreffende bank. De middelen daarvoor worden verkregen door kredieten op te nemen bij de overige banken. De gesignaleerde mogelijkheid voor rente-arbitrage is dan ook aanwezig voor ingezetenen van land A op exact dezelfde wijze. De rente-arbitrageanten zullen winsten maken en de betreffende bank zal verliezen lijden, zolang zij de onevenwichtige rentevoet hanteert. De eventuele arbitragetransacties in land B door ingezetenen van A hebben echter geen enkele invloed op de kredietmarkt in A en evenmin op de valutamarkt.

De arbitragetransacties kunnen ook op een andere, een meer omslachtige wijze, worden doorgevoerd. Ingezetenen van A kunnen bij hun banken krediet opnemen, met de aldus verkregen middelen valuta B kopen en vervolgens een deposito vormen bij de bank in B die de hogere rentevoet vergoedt. Tegelijkertijd kunnen zij (ter uitsluiting van het valutarisico) bij de overige banken in B krediet opnemen, de verkregen middelen omzetten in valuta A en daarmee deposito's vormen bij het bankwezen in A. De arbitrageanten die aldus handelen, hebben ook nu geen enkele invloed op de evenwichtsprijzen op de verschillende markten. Zij verschijnen immers op de binnen- en buitenlandse kredietmarkt, en op de valutamarkt simultaan als vragers en aanbieders. Hun optreden impliceert dan dat op de genoemde markten de vraag- en aanbodcurves over dezelfde afstand en in dezelfde richting een verschuiving te zien geven. Dus kunnen zij ook geen invloed uitoefenen op de evenwichtsprijzen op deze markten. Binnen het kader van de gegeven veronderstellingen zijn er dus mogelijkheden voor internationale rente-arbitrage indien er mogelijkheden bestaan voor arbitrage binnen een homogene nationale kredietmarkt.⁶

In tegenstelling tot de speculanten lopen de rente-arbitrageanten geen valuta-

5. Indien rekening wordt gehouden met een verschil in debet- en creditrentevoeten en/of met informatie- en transactiekosten brengen de bedoelde transacties verlies met zich mee.

6. Dezelfde conclusies resulteren indien de kredietmarkt niet homogeen wordt verondersteld, bijvoorbeeld doordat het debiteurenrisico, verbonden aan de verschillende beleggingsvormen, niet hetzelfde is. Arbitrage-winsten kunnen dan gerealiseerd worden (in evenwichtssituaties) door tegen een relatief lage rentevoet krediet op te nemen en de verkregen middelen te beleggen in waardepapieren met een relatief hoog debiteurenrisico. De (verwachte) arbitragewinsten kunnen dan worden beschouwd als een beloning voor het aanvaarden van het risicoverschil. Ook in dit geval verschijnen internationale rente-arbitrageanten ofwel niet op de valutamarkt, dan wel tegelijkertijd als vragers en aanbieders.

risico en geen politiek risico. Het valutarisico is niet aanwezig omdat de vorderingen en de verplichtingen der arbitrageanten in vreemde valuta dezelfde omvang en dezelfde looptijd bezitten. Het politieke risico is evenmin relevant. Stel dat er vóór de vervaldag in land B deviezenrestricties worden geïntroduceerd (bijvoorbeeld een beperkte convertibiliteit van valuta B in valuta A, een verbod om met valuta B bepaalde waardepapieren of goederen in B te kopen, e.d.), dan heeft dit geen enkele consequentie voor een arbitrageant. Hij ontvangt op de vervaldag valuta B (waarvan de aanwendingsmogelijkheden eventueel aanzienlijk zijn aangetast) en levert deze aan zijn schuldeiser. Het is ondenkbaar dat de eventuele schade die de laatstgenoemde heeft vanwege de geringere gebruiksmogelijkheden van valuta B kan worden afgewenteld op de arbitrageant.

Samengestelde transacties

In het voorgaande is ervan uitgegaan dat de economische subjecten die op de valutamarkt transacties afsluiten, beschouwd kunnen worden als handelaar, als valutaspeculant of als internationale rente-arbitrageant. Het is vanzelfsprekend denkbaar dat een handelaar ook als speculant en/of als rente-arbitrageant kan optreden. Het is eveneens mogelijk dat speculanten tegelijkertijd de voordelen van internationale rente-arbitrage trachten te realiseren. De bedoelde economische subjecten zullen dan een ander feitelijk gedragspatroon kunnen vertonen dan is verondersteld. Zo kan een exporteur in A die een speculatieve positie in valuta B wil innemen de ontvangen valuta B gebruiken om een termijndeposito bij het bankwezen in B te openen in plaats van om te wisselen in valuta A. Er is dan sprake van een samengestelde transactie op de valutamarkt die als volgt kan worden ontleed:

- a. aanbod van valuta B vanwege de export van goederen en diensten;
- b. vraag naar valuta B vanwege speculatieve doeleinden.

Beide transacties compenseren elkaar zodat de exporteur geen transactie op de valutamarkt zal afsluiten. In vergelijking met de situatie waarbij alleen de bij a. genoemde transactie zou plaatsvinden, zal nu de wisselkoers een stijgende tendens vertonen. De oorzaak hiervan is niet een geringere export maar de speculatie tegen valuta A. Hierdoor zal ook de binnenlandse rentestand een stijging en de buitenlandse rentevoet een daling vertonen, zoals reeds eerder werd aangegeven. De eventuele aanwezigheid van samengestelde transacties waarbij economische subjecten tegelijkertijd als handelaar en als speculant optreden hebben dan ook exact dezelfde invloed op de verschillende markten als de gezamenlijke afzonderlijke transacties zouden uitoefenen. Met betrekking tot de mogelijke andere samengestelde transacties kan hetzelfde worden gesteld. Zij betekenen op geen enkele wijze een fundamentele doorbreking van de gemaakte vooronderstellingen ten aanzien van het gedragspatroon der economische subjecten en dus ook niet het bestaan van de daarop gebaseerde conclusies.

Het is mogelijk dat het bankwezen allereerst een bemiddelende rol kan spelen tussen de verschillende marktprijzen, en voor de markt als geheel, tussen de handelaren en de speculanten. Vanuit een juridisch gezichtspunt kan de bemiddelende of intermediaire rol op tweeërlei wijze worden uitgevoerd:

- a.* het bankwezen kan als makelaar optreden voor elke cliënt om een tegenpartij te zoeken, zonder zelf vreemde valuta te kopen of te verkopen;
- b.* de banken kopen en verkopen zelf vreemde valuta doch zorgen ervoor geen netto valuta-positie in te nemen. De van speculanten gekochte valuta wordt in dit geval dus onmiddellijk doorverkocht aan de handelaren (en omgekeerd).

In economisch opzicht bestaat er o.i. geen fundamenteel onderscheid tussen de beide mogelijkheden. Zowel bij *a.* als bij *b.* staat de intermediaire functie centraal, waarbij in de praktijk de als tweede genoemde mogelijkheid relevant is.

Naast de gesignaleerde dienstverlenende functie kunnen de banken zelfstandig als valutaspeculant en/of als rente-arbitrageant optreden. Indien zij speculeren hebben zij dezelfde invloed op de valutamarkt en de kredietmarkten als de niet-bancaire speculanten.⁷ Bij een speculatieve bancaire kapitaalexport zullen derhalve de wisselkoers en de binnenlandse rentevoet, *ceteris paribus*, een stijgende tendens vertonen.

Indien de banken activiteiten (kunnen) ontplooien die als internationale rente-arbitrage beschouwd kunnen worden hebben zij dezelfde invloed als de niet-bancaire rente-arbitrageanten nl. geen enkele. Zij realiseren dan eventueel arbitragewinsten ten koste van anderen (in onevenwichtige situaties) of als gevolg van het bestaan van niet-homogene deelmarkten, waarbij de arbitragewinst een vergoeding is voor de aanvaarding van hogere debiteurenrisico's. De banken kunnen een en ander bereiken door op één (*nationale*) kredietmarkt tegelijkertijd als vrager en als aanbieder op te treden. Zij kunnen dit ook doen door op meerdere kredietmarkten en op de valutamarkt transacties af te sluiten. Op welke manier zij hun doel ook trachten te bereiken, zij kunnen als rente-arbitrageant geen enkele invloed uitoefenen op de valutamarkt. Zij kunnen als rente-arbitrageant wél bewerkstelligen dat op micro-economisch niveau, de banken die onevenwichtige prijzen hanteren, deze zullen herzien en in overeenstemming brengen met de evenwichtige.

De introductie van het commerciële bankwezen als intermediair enerzijds en als zelfstandige marktpartij (rente-arbitrageant, valutaspeculant) anderzijds leidt derhalve niet tot een aantasting van de eerder gegeven analyse.

Conclusies

Aan de hand van het voorgaande kunnen verschillende essentiële conclusies worden getrokken op basis van de gemaakte veronderstellingen.

7. Hier is afgezien van het mogelijke verschil als gevolg van het feit dat de banken geldscheppende instellingen zijn.

Het evenwicht op de valutamarkt

Er is sprake van een evenwichtssituatie op de valutamarkt indien de vraag naar valuta B gelijk is aan het aanbod van valuta B. Dit is het geval als het vraagoverschot naar valuta B door de handelaren gelijk is aan het aanbodoverschot van valuta B door de speculanten (of omgekeerd). Bij vrije wisselkoersen zal de wisselkoers zelf ervoor zorgen dat er een tendens naar evenwicht op de valutamarkt zal bestaan. Bij min of meer vaste wisselkoersen zal dit evenwicht misschien mede door ingrijpen van de monetaire autoriteiten gerealiseerd moeten worden.

Zoals reeds eerder werd aangegeven spelen de internationale rente-arbitrageanten geen enkele rol op de valutamarkt. In evenwichtssituaties kan het motief van de internationale rente-arbitrage niet relevant geacht worden. Bij een onevenwichtige markt echter kan het genoemde motief wel relevant zijn. De arbitrageanten sluiten dan echter ofwel geen valutatransacties af, ofwel zij oefenen simultaan een vraag naar en aanbod van vreemde valuta uit. Zij leveren in een dergelijke situatie geen enkele bijdrage tot een herstel van een verbroken evenwicht, omdat zij geen enkele invloed hebben op de omvang van de vraag (aanbod)-overschotten op de valutamarkt, die in onevenwichtige situaties aanwezig zijn. De internationale rente-arbitrage kan vanuit dit gezichtspunt dan ook volledig worden genegeerd onder alle omstandigheden.

Indien wordt verondersteld dat r_A , r_B en π^V exogeen gegeven zijn, kan het evenwicht op de valutamarkt met behulp van een zeer eenvoudig model worden weergegeven, waarbij is aangenomen dat de vraag- en aanbodoverschotfuncties lineair zijn.

Vraagoverschot naar valuta B door handelaren (V_H)

$$(I.1) \quad V_H = -b \pi^C + \bar{V}_H \quad b > 0$$

Aanbodoverschot van valuta B door speculanten (A_S)

$$(I.2) \quad A_S = a \{ \pi^C (1 + \bar{r}_A) - \bar{\pi}^V (1 + \bar{r}_B) \} \quad a > 0$$

Evenwicht op de valutamarkt

$$(I.3) \quad V_H = A_S$$

De evenwichtsooplossing van dit model luidt: (I.4) $\pi^C = \frac{\bar{V}_H + a\bar{\pi}^V(1 + \bar{r}_B)}{a(1 + \bar{r}_B) + b}$

Indien een systeem van vaste koersen relevant is dient in het model π^C vervangen te worden door π^{*C} (de vaste koers) en dient als evenwichtsvoorwaarde te worden opgenomen $V_M = A_S - V_H$, waarin V_M de vraag naar vreemde valuta door de monetaire autoriteiten aangeeft. Als oplossing van het model resulteert dan

$$(I.5) \quad V_M = \pi^{*C} \{ a(1 + \bar{r}_A) + b \} - \bar{\pi}^V (1 + \bar{r}_B) - \bar{V}_H$$

Introductie van het bankwezen

In het voorgaande is uitdrukkelijk verondersteld dat het bankwezen op de valutamarkt geen enkele functie vervulde. Deze veronderstelling zullen we thans laten vallen.

schillen (op kortlopende beleggingen) met uitsluiting van het valutarisico. Dergelijke transacties impliceren dan ook de aankoop van een bepaalde valuta, uit hoofde van een belegging in waardepapieren luidende in die valuta, waarbij de betreffende valuta op termijn wordt verkocht ter uitsluiting van het koersrisico. De richting van dergelijke transacties wordt bepaald door een combinatie van factoren, te weten de internationale renteversillen enerzijds en het agio, dit is het verschil tussen de termijnkoers en de contante koers anderzijds.

We zullen dit toelichten met het twee landen - twee rentestandenmodel, waarvan ook in I is uitgegaan.

Stel weer dat r_A het relevante rentepercentage is in het binnenland, r_B het relevante rentepercentage in het buitenland, π^c de contante koers van valuta B, π^t de termijnkoers van valuta B, en $a_g = \frac{\pi^t - \pi^c}{\pi^c}$ het agiopercentage. Gezien vanuit land A zal er kapitaalexport uit hoofde van internationale rente-arbitrage plaats vinden, als $\frac{\pi^t}{\pi^c} (1 + r_B) > 1 + r_A$ ofwel als $(1 + a_g) (1 + r_B) > 1 + r_A$

Indien $a_g r_B$ verwaarloosbaar klein is, zal er kapitaalexport plaatsvinden als $a_g > r_A - r_B$, kapitaalimport indien $a_g < r_A - r_B$, en als $a_g = r_A - r_B$ is er geen aanleiding voor internationale kapitaalbewegingen omdat er dan sprake is van rentepariteit. In het laatstgenoemde geval is het rendement van een kortlopende belegging in het buitenland (met uitsluiting van het valutarisico) hetzelfde als in het binnenland.

Het is denkbaar dat in evenwichtssituaties op de valutamarkt voortdurend internationale rentepariteit actueel is. In de onderstaande omstandigheden is dit het geval.

- a. De marktpartijen op de termijnmarkt bestaan alleen uit rente-arbitrageanten. Het is dan immers niet mogelijk om een transactie op de termijnmarkt af te sluiten tegen een andere koers dan die waarbij rentepariteit bestaat;⁸
- b. Naast de rente-arbitrageanten zijn er ook andere partijen aanwezig op de termijnmarkt. In deze situatie kan er slechts voortdurend sprake zijn van rentepariteit indien het aanbod van arbitragefondsen volledig elastisch is.⁹

In dit geval zijn de rente-arbitrageanten dus volstrekt indifferent m.b.t. verdeling van hun beleggingen over binnenlandse en buitenlandse waardepapieren. Indien aan de gegeven voorwaarden niet is voldaan zal er in het algemeen geen sprake zijn van rentepariteit bij evenwicht op de contante markt en de termijnmarkt.

De internationale rente-arbitrage beïnvloedt de valutamarkt en de binnen- en buitenlandse kredietmarkt. Bij kapitaalexporten zullen arbitrageanten immers

8. Zie bijvoorbeeld Manfred Neldner, *Die Kursbildung auf dem Devisenterminmarkt und die Devisenterminpolitik der Zentralbanken*, 1970, p. 19.

9. Zie bijvoorbeeld Robert Stern, *The balance of payments*, 1977, pag. 44 en 53; Herbert C. Grubel, *International Economics*, 1977, pag. 256 en 257, en vele andere publikaties.

- a. De valutaspeculatie is verantwoordelijk voor kortlopende internationale kapitaalbewegingen. Deze beïnvloedt dus de hoogte van de wisselkoers (bij vrije koersen) c.q. de officiële reserves en de basisgeldhoeveelheid (bij vaste koersen) en de binnen- en buitenlandse kredietmarkt;
- b. Internationale rente-arbitrage is niet mogelijk in evenwichtssituaties in een model waarin slechts twee rentevoeten worden onderscheiden (één binnenlandse en één buitenlandse);
- c. Internationale interest-arbitrage is wel mogelijk in onevenwichtige situaties in een onder *b.* bedoeld model;
- d. Internationale rente-arbitrage is in evenwichtssituaties eveneens mogelijk indien nationale kredietmarkten bestaan uit niet-homogene deelmarkten.
- e. Transacties, waaraan het motief van de internationale rente-arbitrage ten grondslag ligt, kunnen buiten de valutamarkt om worden doorgevoerd, als ook met inschakeling van de valutamarkt;
- f. De onder *e.* bedoelde transacties hebben, onafhankelijk van de wijze waarop zij worden uitgevoerd, geen enkele monetaire betekenis, noch in evenwichtige, noch in onevenwichtige situaties.

II. De valutatermijnmarkt in de academische theorie

Indien de mogelijkheid wordt gecreëerd valutatermijntransacties af te sluiten kunnen economische subjecten hun doeleinden op een andere wijze realiseren dan in I is aangegeven. De valutamarkt bestaat dan immers uit twee deelmarkten, nl. de contante markt waarop transacties worden afgewikkeld tegen de contante koers en de termijnmarkt waarop transacties worden afgesloten tegen de zogenaamde termijnkoers. De essentie van een termijntransactie is dat in de toekomst vreemde valuta wordt geleverd tegen een vooraf overeengekomen prijs, de termijnkoers. Met de introductie van een dergelijke markt komt tevens de vraag naar voren of de invloed die de betreffende economische subjecten uitoefenen ook een andere is dan in I is aangegeven. De standaardtheorie, ofwel de academische theorie, beantwoordt deze vraag in elk geval bevestigend. Zij komt, zoals in deze paragraaf zal worden geanalyseerd, tot geheel andere conclusies dan in I zijn gegeven.

Bij de analyse van de academische theorie zal weer worden aangenomen dat de internationale handel in principe alleen op de contante markt opereert. Op dit punt is er dus geen fundamenteel verschil met het in I gestelde. Daarentegen kunnen de internationale rente-arbitrage en de valutaspeculatie op een geheel andere wijze worden doorgevoerd bij de aanwezigheid van een termijnmarkt.

Internationale rente-arbitrage

Onder internationale rente-arbitrage wordt volgens een algemeen aanvaarde definitie verstaan het behalen van voordeel uit internationale rendementsver-

een vraag naar vreemde valuta op de contante markt en een aanbod daarvan op de termijnmarkt uitoefenen. Daarmee zal de evenwichtskoers op de eerstgenoemde markt hoger, en op de laatstgenoemde markt lager liggen, in vergelijking met een situatie zonder rente-arbitrage. Bij kapitaalexporten zal, ceteris paribus, de binnenlandse rentestand een stijgende, en de buitenlandse rentestand een dalende tendens vertonen. De geringere behoefte aan termijndeposito's, c.q. de grotere kredietvraag bij binnenlandse banken en de grotere behoefte aan deposito's in vreemde valuta bij buitenlandse banken zijn hiervoor uiteraard verantwoordelijk. Het feit dat de rente-arbitrageanten het valutarisico uitsluiten impliceert niet dat zij geen risico's accepteren.

De volgende risico's kunnen worden genoemd indien arbitrageanten beleggen in het buitenland:

- a. het debiteurenrisico hetgeen inhoudt dat de kredietnemer (de tegenpartij van de rente-arbitrageant) t.z.t. zijn aflossingsverplichting niet kan of wil nakomen;
- b. het risico dat de tegenpartij van de rente-arbitrageant op de termijnmarkt t.z.t. zijn verplichtingen niet wil of kan nakomen;
- c. het risico dat de buitenlandse monetaire autoriteiten gedurende de looptijd van de belegging min of meer verregaande deviezenrestricties introduceren.

In de academische literatuur met betrekking tot de genoemde risico's wordt betrekkelijk weinig aandacht geschonken aan de onder *a.* en *b.* genoemde risico's. Het debiteurenrisico wordt vaak nihil geacht, c.q. gelijk verondersteld aan het binnenlandse risico in dit opzicht. Ten aanzien van het onder *b.* vermelde risico wordt vaak aangenomen dat dit van een te verwaarlozen betekenis is of dat dit volledig kan worden uitgesloten, bijvoorbeeld doordat de contractpartner van de rente-arbitrageant een borgsom verstrekt. Het politieke risico dat rente-arbitrageanten accepteren is echter van fundamentele betekenis in de academische literatuur. Zo stelt Aliber bijvoorbeeld: 'The risk that arbitrageurs encounter is that of exchange controls' ¹⁰ en 'Thus a New York based investor might be concerned that he might not be able to repatriate his funds from Ruthenia at the conclusion of his investment because of the interim introduction of exchange controls. Because of this risk, the investor might require a higher return on the foreign investment than on domestic investments. So the forward rate may differ from its interest parity'. ¹¹ Op het mogelijke gevaar van deviezen controle met betrekking tot een buitenlandse belegging uit hoofde van rente-arbitrage wordt ook gewezen door Leamer en Stern als zij stellen: 'But this is not an entirely riskless investment. There is a possibility that exchange controls will be imple-

10. Robert Z. Aliber, The Interest Rate Parity Theorem, A Reinterpretation, *Journal of Political Economy*, 1973, blz. 1458.

11. Robert Z. Aliber, *Exchange Risk and Corporate International Finance*, 1978, blz. 37.

mented by the foreign country'.¹² In dezelfde geest stelt Neldner: 'Wird dagegen das im Ausland angelegte Kapital durch ein Moratorium oder die Einführung der Devisenzwangwirtschaft blockiert, so kann dadurch die wirtschaftliche Existenz des Zinsarbitrageurs ernsthaft bedroht werden. Dieses sogenannte Transferrisiko ist deshalb für die Zinsarbitrageure von weitaus grösserer Bedeutung als das Risiko der Nichterfüllung des Terminvertrages'.¹³

Het politieke risico is, blijkens de aangehaalde citaten, van fundamentele betekenis voor de rente-arbitrageanten. Vanwege dit risico zullen zij niet indifferent kunnen zijn met betrekking tot de valuta waarin zij hun beleggingen aanhouden. Dat is ook de reden dat internationale rentepariteit, door de academische theorie, als niet relevant, van de hand wordt gewezen.¹⁴ Het is o.i. ook de belangrijkste reden dat de aanhangers van de rentepariteitstheorie, althans in academische ogen, *dus* moeten aannemen dat het politieke risico voor rente-arbitrageanten niet bestaat of van geen betekenis is.

Valutaspeculatie

Bij aanwezigheid van een termijnmarkt is valutaspeculatie mogelijk zonder inzet van liquide middelen, dus zonder beleggingstransacties door te voeren. De termijnkoers en de verwachte contante koers zijn nu bepalend (naast de zekerheidsgraad der verwachtingen) voor het gedragsspatroon van de speculanten. Indien $\pi^t > \pi^v$ zullen speculanten op termijn vreemde valuta aanbieden, en zij zullen een vraag naar termijnvaluta uitoefenen indien $\pi^t < \pi^v$.

Naarmate de zekerheid der verwachtingen groter is zal de omvang van de speculatieve positie groter zijn, gegeven een bepaalde waarde van π^t en π^v . Als $\pi^t = \pi^v$ is er voor speculanten geen aanleiding transacties op de termijnmarkt af te sluiten vanwege het ontbreken van winstverwachtingen. De speculanten die op de aangegeven wijze hun doel trachten te realiseren lopen vanzelfsprekend een valutarisico. Aangezien dit niet gepaard gaat met een beleggingstransactie vermijden zij echter het politieke risico. Dit wordt wel geaccepteerd bij de speculatie via de contante markt, zoals in I uiteengezet is. Indien de speculanten alleen op de termijnmarkt opereren zullen zij uiteraard een directe invloed uitoefenen op de termijnkoers, doch niet op de contante koers in de betreffende periode. Valutaspeculatie is dan immers niet meer identiek met internationaal kapitaalverkeer. De speculanten die in deze periode vreemde valuta aanbieden op de termijnmarkt zullen deze in de volgende tijdsperiode moeten leveren. Uit dien hoofde zal er in de bewuste periode dan ook rekening moeten worden gehouden met een vraag naar valuta B op de contante markt. Deze draagt dan een autonoom

12. E. E. Leamer, R. M. Stern, *Quantitative International Economics*, 1970, blz. 83.

13. M. Neldner, blz. 35.

14. Er zijn ook nog wel andere redenen die in dit verband van betekenis kunnen zijn. De in de tekst genoemde oorzaak echter, is bij vele auteurs essentieel, en vormt een voldoende voorwaarde om de horizontale arbitrage curve te verwerpen, en dus om de interestpariteitstheorie af te wijzen.

karakter en is gelijk aan het speculatieve aanbod op termijn in de lopende periode.

Samengestelde transacties

Indien de handelaren, de rente-arbitrageanten en de valutaspeculanten een ander feitelijk gedragspatroon vertonen dan het veronderstelde, resulteren hieruit geen bijzondere problemen. Zo kan de valutaspeculatie via de contante markt worden beschouwd als een combinatie van rente-arbitrage en speculatie via de termijnmarkt. In een situatie waarin kapitaalexport van land A naar B uit hoofde van internationale rente-arbitrage aantrekkelijk is, bedraagt de arbitragewinst per eenheid valuta A, $\frac{\pi^t}{\pi^c} (1 + r_B) - (1 + r_A)$

Deze is te beschouwen als een beloning voor het accepteren van het politieke risico. Bij een speculatieve kapitaalexport waarbij het valutarisico dus niet wordt uitgesloten, bedraagt het verwachte speculatievoordeel (de verwachte beloning voor het accepteren van het koersrisico) per eenheid valuta A

$$\frac{\pi^v}{\pi^c} (1 + r_B) - (1 + r_A)$$

Er kan dus alleen sprake zijn van verwachte speculatiewinsten indien $\pi^v > \pi^t$, hetgeen betekent dat de speculanten-arbitrage wordt bepaald door dezelfde factoren als de speculatie via de termijnmarkt. De speculanten-arbitrage is derhalve samengesteld uit de volgende deeltransacties:

- a. de aankoop van valuta B op de contante markt uit hoofde van rente-arbitrage;
- b. de verkoop van valuta B op de termijnmarkt met als doel de uitsluiting van het valutarisico;
- c. de aankoop van valuta B op de termijnmarkt met als doel het behalen van speculatiewinst.

De onder b. en c. genoemde transacties compenseren elkaar, zodat alleen de onder a. genoemde transactie op de contante markt resteert. Aldus kan de speculanten-arbitrage worden ontleed als een combinatie van rente-arbitrage (transacties a. en b.) enerzijds, en valutaspeculatie via de termijnmarkt (transactie c.) anderzijds.

Op analoge wijze kan de zgn. handelarenarbitrage worden geanalyseerd als een transactie waarbij de voordelen van de internationale handel, gefinancierd op de contante markt, worden gecombineerd met de internationale rente-arbitrage. Indien kapitaalexport uit hoofde van internationale rente-arbitrage aantrekkelijk is, geldt dit uiteraard voor eenieder die over liquide middelen bezit of kan beschikken, en dus ook eventueel voor exporteurs van goederen. Zij kunnen dan met de ontvangen valuta B deposito's vormen bij het buitenlandse bankwezen,¹⁵ in plaats van deze op de contante markt aan te bieden, en ter uitsluiting van het

15. Als de exporteurs in een dergelijke situatie leverancierskrediet verschaffen in plaats van deposito's te vormen blijft dezelfde redenering van toepassing.

valutarisico vreemde valuta op termijn aanbieden. Naast de voordelen uit hoofde van de export van goederen incasseren de betreffende handelaren dus ook een arbitragewinst.

In economische zin zijn zij echter handelaar én rente-arbitrageant. Als zodanig is er sprake van:

- a. aanbod van valuta B op de contante markt vanwege uitvoer van goederen en/of diensten;
- b. vraag naar contante valuta B vanwege internationale rente-arbitrage;
- c. aanbod van valuta B op termijn om dezelfde reden als bij b. is aangegeven.

De onder a. en b. genoemde transacties compenseren elkaar, zodat feitelijk alleen transactie c. resulteert.

Op eenzelfde wijze kunnen handelaren ook optreden als rente-arbitrageant én als valutaspeculant. Hiervan is bijvoorbeeld sprake indien exporteurs deposito's vormen bij de buitenlandse banken zonder het valuta-risico uit te sluiten. In dat geval worden er door de handelaar-exporteur noch op de contante markt, noch op de termijnmarkt transacties afgesloten. De navolgende interpretatie is dan van toepassing binnen het kader van de gemaakte veronderstellingen:

- a. aanbod van valuta B op de contante markt uit hoofde van export van goederen;
- b. vraag naar valuta B op de contante markt vanwege internationale rente-arbitrage;
- c. aanbod van valuta B op de termijnmarkt uit hoofde van de bij b. genoemde reden;
- d. vraag naar valuta B op de termijnmarkt uit speculatieve overwegingen.

De aanwezigheid van samengestelde transacties houdt derhalve op geen enkele wijze een fundamentele doorbreking van de gemaakte veronderstellingen in.¹⁶

Het evenwicht op de valutamarkt

In het voorgaande werd al aangegeven dat rente-arbitrageanten gelijktijdig voor dezelfde bedragen (afgezien van de invloed van de rente-opbrengsten) doch in tegengestelde richting optreden op de contante markt en de termijnmarkt. Het evenwicht op de valutamarkt is aanwezig als er zowel op de contante markt en de termijnmarkt geen aanbod- of vraagoverschotten bestaan. Dit houdt dus in dat (bij vrije koersen) het vraagoverschot (aanbodoverschot) van de niet-arbitrageanten op de contante markt gelijk dient te zijn aan het aanbodoverschot (vraagoverschot) van de rente-arbitrageanten. Dit laatste is per definitie het vraagoverschot (aanbodoverschot) van de rente-arbitrageanten op de termijn-

16. Een analyse van de samengestelde transacties, met als uitgangspunt dat de handelaren op de termijnmarkt transacties afsluiten, te vinden bij Neldner, blz. 53 e.v. en bij Stern, blz. 46 en 47.

markt, dat in evenwichtssituaties gelijk dient te zijn aan het aanbodoverschot (vraagoverschot) van termijnvaluta van de speculanten. Daarmee vormen de rente-arbitrageanten dus een link tussen de contante markt en de termijnmarkt. Zonder rente-arbitrage zijn beide deelmarkten volstrekt van elkaar gescheiden en dus onafhankelijk van elkaar, tenminste binnen het kader van de gemaakte veronderstellingen.

Ook nu kan het evenwicht op de valutamarkt worden weergegeven met behulp van een eenvoudig model, waarin weer is aangenomen dat r_A , r_B , π^V exogeen gegeven zijn en dat de vraag- en aanbodoverschotfuncties lineair zijn.

Vraagoverschot naar contante valuta door de handelaren (V_H).¹⁷

$$(II.1) \quad V_H = -b\pi^C + \bar{V}_H$$

Aanbod van contante valuta door rente-arbitrageanten als gevolg van kapitaalimport (K).

$$(II.2) \quad K = k(\bar{r}_A - \bar{r}_B - a_g) \quad 0 < k < \infty$$

Evenwicht op de contante markt

$$(II.3) \quad V_H = K$$

Vraag naar vreemde valuta op termijn door rente-arbitrageanten.¹⁸

$$(II.4) \quad K = k(\bar{r}_A - \bar{r}_B - a_g)$$

Aanbodoverschot van termijnvaluta door speculanten (A_S)

$$(II.5) \quad A_S = a(\pi^T - \pi^V) \quad a > 0$$

Evenwicht op de termijnmarkt.

$$(II.6) \quad K = A_S$$

Het model omvat 5 onafhankelijke vergelijkingen met 5 endogene variabelen t.w. V_H , K , A_S , π^C en π^T (of a_g).

Simultaan evenwicht op beide deelmarkten van de valutamarkt is aanwezig als

$$(II.7) \quad \frac{b}{k}(\pi^C)^2 + \pi^C \left\{ 1 + \frac{b}{a} + \bar{r}_A - \bar{r}_B - \frac{\bar{V}_H}{k} \right\} - \pi^V - \frac{\bar{V}_H}{a} = 0$$

waarbij slechts de positieve waarde van π^C in economisch opzicht relevant is.

Indien de veronderstelling van een vrije contante koers wordt losgelaten en wordt vervangen door een vaste koers (π^{*C}) resulteren er geen nieuwe principiële problemen. Het evenwicht op de contante markt dient dan gehandhaafd te worden door de interventie van de monetaire autoriteiten die een aanbodoverschot van vreemde valuta bij de koers π^{*C} dienen op te kopen.¹⁹

17. Er is hier eenvoudshalve aangenomen dat de speculanten in een vorige periode geen transacties op de termijnmarkt hebben afgesloten en dus in deze periode ook geen transacties op de contante markt behoeven af te sluiten. Zou hiermee wel rekening worden gehouden dan dient een additionele autonome vraag- of aanbodcomponent aan de vergelijking te worden toegevoegd.

18. Er is hierbij geabstraheerd van de mogelijkheid dat rente-arbitrageanten ook op de rente-opbrengsten het koersrisico uitsluiten. Vgl. (II.2) en (II.4) zijn derhalve identiek.

19. De plaats van de endogene variabele π^C wordt nu ingenomen door de vraag naar vreemde valuta door de monetaire autoriteiten (V_m), dus $V_m = k(\bar{r}_A - \bar{r}_B - a_g) + b\pi^{*C} - \bar{V}_H$. Het evenwicht op de valutamarkt, in de hier gebruikte betekenis, impliceert niet dat er betalingsbalansevenwicht heerst. Dit is alleen aanwezig als $V_m = 0$.

Uit de evenwichtsvoorwaarde op de termijnmarkt valt dan direct de waarde van a_g af te leiden waarbij de valutamarkt in evenwicht is, nl.

$$(II.8) \quad a_g = \frac{k(\bar{r}_A - \bar{r}_B) + a(\bar{\pi}^V - \pi^{*C})}{k + a\pi^{*C}}$$

Uit de vergelijkingen (II.1) en (II.2) enerzijds en uit de vergelijking (II.8) anderzijds valt af te leiden dat in evenwichtssituaties altijd rentepariteit resulteert als $k = \infty$. Daarentegen zal rentepariteit in het algemeen niet gelden als $k < \infty$. De mogelijkheid dat $k = \infty$ moet in de academische theorie worden beschouwd als een zeer speciaal geval, dat alléén relevant is, indien de arbitrageanten indifferent zijn m.b.t. het politieke risico. Dit laatste houdt dus in dat rente-arbitrageanten het risico dat deviezenrestricties worden geïntroduceerd overal als even groot ervaren ongeacht de verschillen in de economische en politieke situatie tussen de landen. Gegeven de feitelijke aanwezigheid van genoemde verschillen en aannemende dat rente-arbitrageanten zich daarvan bewust zijn, moet worden geconcludeerd dat de mogelijkheid dat $k = \infty$ niet relevant is. Met andere woorden: in de academische theorie zal er in het algemeen geen rentepariteit heersen in situaties van evenwicht op de valutamarkt, noch bij vaste, noch bij vrije wisselkoersen.

In de boven (in een notedop) weergegeven academische opvatting beïnvloeden de arbitragetransacties de contante koers en de termijnkoers (bij vrije koersvorming) en de officiële reserves en de basisgeldhoeveelheid (bij vaste wisselkoersen). De arbitragetransacties hebben eveneens invloed op de binnen- en buitenlandse kredietmarkten, al komt deze niet naar voren in de rentevoeten, vanwege het feit dat deze exogeen gegeven zijn verondersteld in het model.

De introductie van een termijnmarkt brengt dus volgens de academische theorie belangrijke consequenties met zich mee. Deze is er namelijk voor verantwoordelijk dat de internationale rente-arbitrage gepaard gaat met vraag naar *of* aanbod van contante vreemde valuta en simultaan met aanbod van *of* vraag naar termijnvaluta. Bij afwezigheid van een termijnmarkt daarentegen impliceren de bedoelde arbitragetransacties een simultane vraag naar *en* aanbod van contante valuta, zoals in I is aangegeven. In een dergelijke situatie zijn de netto-internationale kapitaalbewegingen uit hoofde van rente-arbitrage altijd nihil.

Bij het bestaan van een termijnmarkt kunnen speculanten hun doel trachten te realiseren zonder internationale beleggingen door te voeren. Zij kunnen dan derhalve het politieke risico vermijden, hetgeen niet mogelijk is bij afwezigheid van een termijnmarkt. De centrale betekenis van een valutatermijnmarkt in de academische visie is dan ook dat deze een scheiding mogelijk maakt van het valutarisico en het politieke risico. Het een en ander kan nog eens worden geïllustreerd en benadrukt met behulp van het volgende citaat: 'Forward exchange transactions enable investors to specialize in carrying different risks. Thus, speculators specialize in carrying exchange risk, and arbitrageurs specialize in carrying political risk. Speculators seek to profit from changes in the exchange

rate, either by holding spot foreign exchange or by holding forward contracts. Speculators avoid political risk on forward contracts; in effect they pay arbitrageurs to carry this risk. Speculators pay a higher price for foreign exchange in the forward market than in the spot market to reduce their vulnerability to political risk.²⁰

De rol van het commerciële bankwezen in de academische theorie

In de academische publikaties komt de rol van het commerciële bankwezen meestal niet uitvoerig ter sprake. Vaak wordt volstaan met de mededeling of veronderstelling dat het bankwezen in de praktijk geen of een te verwaarlozen rol speelt (of mag spelen) als valutaspeculant. Daarentegen kunnen de banken wel als internationale rente-arbitrageanten fungeren, naast de mogelijk intermediaire rol die zij (kunnen) spelen.

De bemiddelende rol van de banken op de contante markt bestaat uit de doorverkoop van vreemde valuta, die niet-bancaire rente-arbitrageanten aanbieden, aan andere niet-bancaire vrager op de contante markt (of omgekeerd).²¹ De bemiddelende rol op de termijnmarkt komt naar voren doordat het bankwezen tegelijkertijd termijnverplichtingen in vreemde valuta aangaat t.o.v. (niet-bancaire) rente-arbitrageanten en vorderingen in buitenlandse valuta verwerft, op de valutaspeculanten (of omgekeerd). Uiteraard gaat het hierbij om dezelfde waardebedragen op de contante markt en de termijnmarkt in evenwichtssituaties. Op beide markten fungeren de banken derhalve als een 'doorgeefluik', ook al is er juridisch sprake van koop en verkoop. In deze functie sluiten de banken dus transacties af, die bij hun afwezigheid (of een gelijkwaardig substituut) de cliënten zelf zouden moeten sluiten. Als intermediair lopen de banken geen valutarisico en evenmin een politiek risico.

Zodra het bankwezen valutarisico's of politieke risico's accepteert is er geen sprake meer van een bemiddelende functie. De banken gedragen zich dan als speculant of als internationale rente-arbitrageant. Indien zij simultaan beide risico's accepteren sluiten zij transacties af waaraan de motieven van valutaspeculatie en rente-arbitrage ten grondslag liggen. In de gegeven omstandigheden laten de banken zich leiden door dezelfde motieven als hun cliënten. Zij zullen dan ook eenzelfde invloed uitoefenen op de contante markt en/of de termijnmarkt als hun cliënten. De introductie van het bankwezen in de academische theorie brengt dan ook geen wezenlijke veranderingen met zich mee. Of anders geformuleerd: de academische theorie kan en mag zwijgen over de eventuele feitelijke functie van de banken op de valutamarkt.

20. Robert Z. Aliber, The Interest Parity Theorem: A Reinterpretation, *Journal of Political Economy*, 1973, blz. 1457.

21. Hier wordt uitgegaan van een systeem van vrije wisselkoersen. Bij vaste contante wisselkoersen fungeert het bankwezen eventueel ook als intermediair tussen zijn cliënten en de monetaire autoriteiten.

Conclusies

Binnen het kader van de gegeven veronderstellingen, waarin de standaardtheorie met betrekking tot de valutamarkt en het kortlopende internationale kapitaalverkeer is weergegeven, kunnen de volgende conclusies worden getrokken:

1. de valutamarkt bestaat uit twee deelmarkten nl. een contante markt en een termijnmarkt;
2. de internationale rente-arbitrage zorgt voor een link tussen de beide deelmarkten. Bij afwezigheid van internationale rente-arbitrage zijn beide markten volstrekt onafhankelijk van elkaar;
3. de internationale rente-arbitrage heeft invloed op belangrijke nationale monetaire variabelen t.w. op de wisselkoers en/of op de officiële nationale monetaire reserves en de basisgeldhoeveelheid;
4. indien er tussen de landen geen verschillen bestaan in politieke risico's (mogelijkheid van introductie van deviezenrestricties) zal in evenwichtssituaties rentepariteit gelden. De rente-arbitrageanten zijn dan indifferent met betrekking tot de valuta en het land waarin zij hun middelen beleggen;
5. indien er wel verschillen bestaan in politieke risico's tussen de landen, zal rente-pariteit in evenwichtssituaties niet aanwezig zijn. Een relatief hoge (verwachte) arbitragewinst is een beloning voor de arbitrageant voor het dragen van een relatief hoog politiek risico.

III. De cambistische visie op de valutamarkt en het korte internationale kapitaalverkeer

De cambistische opvatting met betrekking tot de werking van de valutamarkt, en de oorzaken van het korte internationale kapitaalverkeer, zijn in wezen identiek met de in paragraaf I gepresenteerde visie in deze. Daarmee bestaat er dus ook een fundamenteel verschil met de academische theorie. Immers de introductie van een valuta-termijnmarkt heeft in de laatstgenoemde opvatting verregaande consequenties, zoals in II is aangegeven. In de cambistische visie heeft de aanwezigheid van de bedoelde markt echter geen enkele monetaire betekenis, zoals in het onderstaande zal worden aangegeven.

De rol van het bankwezen op de valutamarkt

Het uitgangspunt van de cambistische opvatting is het feitelijke gedragsspatroon van de banken bij de afhandeling van de valuta orders waarmee zij worden geconfronteerd. We zullen dit in kort bestek en alleen voor zover een en ander relevant is voor ons doel weergegeven en interpreteren.²² Het gaat in dit verband met name over de afhandeling van valutatermijntransacties met de cliënten.

22. Voor een uitvoerige beschrijving kan in deze worden verwezen naar Pierre Prissert, *Le marché des changes*, 2e edition, 1977 en Paul Coulbois, *Finance Internationale*, I, Le Change, 1979.

Indien speculanten, per saldo, op termijn valuta B verkopen, verwerft het bankwezen in land A vorderingen in vreemde valuta, en resulteert er een bancaire schuld in binnenlandse valuta. Daarmee accepteren de banken een valutarisico dat zij niet wensen te lopen tenzij ze zelf in de omgekeerde richting willen speculeren. De uitsluiting van dit valutarisico kan plaatsvinden doordat banken deposito's in valuta B aantrekken, die eenzelfde looptijd hebben als de termijnvordering, de aldus verkregen middelen vervolgens omzetten in binnenlandse valuta, en daarna beleggen op de binnenlandse geldmarkt. Naast deze zogenaamde 'lending-borrowing' transacties kan het bankwezen het valutarisico ook uitsluiten via swaptransacties.²³ In dat geval is er sprake van een wederzijdse aankoop van contante valuta tussen twee banken en de wederzijdse verkoop hiervan op termijn. Vanuit een economisch gezichtspunt worden er dan twee leningen afgesloten voor eenzelfde bedrag met eenzelfde looptijd, waarbij de kredietnemende bank m.b.t. de ene valuta, de kredietverstrekende bank is m.b.t. de andere valuta. Zowel bij lending-borrowing als bij swaptransacties wordt dus (indien cliënten vreemde valuta op termijn aanbieden) door de banken vreemde valuta geleend en vervolgens omgewisseld in binnenlandse valuta.

In de cambistische visie is er in dit geval sprake van een service-verlening aan cliënten die niets heeft uit te staan met internationale rente-arbitrage. De dienstverlening bestaat uit het feit dat de banken bepaalde transacties verrichten in plaats van de cliënten. Zonder dienstverlening der banken zouden de cliënten hun doel (de realisatie van een schuld in valuta B en het verwerven van een vordering in binnenlandse valuta) slechts kunnen bereiken door de volgende reeks van transacties:

- a. de opname van krediet bij banken in land B;
- b. de omzetting van de ontvangen valuta B in valuta A;
- c. een vergroting van de beleggingen in land A.

De serviceverlening van de banken houdt in dat zij (de banken) de genoemde transacties afsluiten *in plaats van* de cliënten, en dat de laatstgenoemden een schuldverhouding in valuta B met de banken aangaan en een vordering in valuta A verkrijgen. In plaats van de cliënten zelf, verrichten de banken dus de transacties a, b, en c. ten behoeve van hun cliënten. De bedoelde termijntransactie t.w. een aanbod van valuta B op termijn is vanuit een economisch gezichtspunt derhalve identiek met aanbod van valuta B op de contante markt, een vraag naar krediet in het buitenland en een aanbod van krediet in het binnenland.

In de cambistische visie is een termijntransactie in valuta aldus een samengestelde transactie, opgebouwd uit een transactie op de contante markt, en twee transacties op kredietmarkten. En de consequentie daarvan is dat, macro-econo-

23. Voor een nadere uiteenzetting van beide soorten transacties kan worden verwezen naar Coulbois en Prissert, blz. 289 en Prissert, blz. 118.

misch gezien, een valuta termijnmarkt niet bestaat. Immers, de termijnorders van de cliënten worden, bij het veronderstelde gedragspatroon der banken, door deze banken op mechanische wijze verplaatst naar de contante markt. Daarom is er in de cambistische opvatting ook geen enkel verschil tussen aanbod van termijnvaluta B en aanbod van contante valuta B (en omgekeerd).

Het motief van internationale rente-arbitrage bij de banken is bij deze (cambistische) interpretatie volstrekt afwezig en doet wereldvreemd aan. De banken zijn m.b.t. deze service-verlening immers geheel passief en reageren op de bewuste orders van de cliënten op een mechanische wijze, hoewel in technische opzicht dezelfde transacties worden afgesloten als bij internationale rente-arbitrage. De bedoelde bancaire transacties kunnen derhalve nimmer als oorzaak van iets worden beschouwd, doch uitsluitend een gevolg zijn van gebeurtenissen die buiten het bankwezen om plaatsvinden. In de cambistische opvatting wordt de betreffende 'rente-arbitrage' der banken dan ook als pseudo-arbitrage betiteld: 'Toutefois, les "arbitrages" des banques comportent un élément particulier que la théorie académique néglige totalement: il s'agit en fait de pseudo-arbitrages dans la mesure où ils sont imposés aux banques du simple fait qu'elles ont reçu des ordres impératifs de clientèle dont elles n'entendent pas faire la contrepartie directe, ce qui impliquerait qu'elles prennent le risque de change au lieu et place de leur clients.'²⁴

De uitsluiting van het in het citaat genoemde valutarisico door de banken met behulp van de reeds vermelde lending-borrowing- of swap-transacties staat geheel los van eventuele arbitragemotieven bij de banken. De bancaire transacties worden volledig veroorzaakt door het gedrag van de cliënten die transacties op termijn wensen af te sluiten. Dit is derhalve ook verantwoordelijk voor de invloed die hierdoor wordt uitgeoefend op de valutamarkt en de kredietmarkten in A en B.

De prijs van termijnvaluta

De prijs waartegen de banken bereid zijn om aan de wensen van de cliënten m.b.t. de termijntransacties te voldoen, wordt in de cambistische visie, volledig bepaald door de contante koers en de renteversillen tussen het binnen- en buitenland. Indien wordt uitgegaan van een aanbod van valuta B op termijn, zullen de banken in land A leningen in valuta B opnemen, de aldus verkregen middelen omzetten in valuta A en vervolgens hun beleggingen in het binnenland vergroten. De banken zullen per eenheid geleende valuta B t.z.t. terug dienen te betalen $(1 + r_B)$. Door de termijntransactie en de belegging in A van het geleende bedrag resulteert een eindwaarde per geleende valuta B van $\frac{\pi_t}{\pi_C} (1 + r_A)$.

Beide bedragen zijn (onder verwaarlozing van de term $a_g - r_B$) aan elkaar gelijk

24. Prissert, blz. 138.

als $a_g = r_A - r_B$, dus bij rentepariteit. Het verschil tussen de termijankoers en de contante koers is dan dus een weerspiegeling van de renteverschillen. Deze zijn samen met de contante koers bepalend voor de kosten die de banken moeten maken om aan de wensen van de cliënten te kunnen voldoen. Zij vormen derhalve de samenstellende delen waaruit de termijankoers is opgebouwd.

De monetaire irrelevantie van de internationale rente-arbitrage

Er is tot nu toe aangenomen dat er slechts één buitenlandse en één binnenlandse rentevoet zijn en dat alle transacties tegen evenwichtsprijzen worden afgewikkeld. Onder deze veronderstellingen is internationale rente-arbitrage door banken of niet-banken onmogelijk. Er heerst dan immers voortdurend rente-pariteit, terwijl het motief van de rente-arbitrage pas een rol kan spelen bij afwezigheid van rente-pariteit. Dit is het geval als een of meerdere banken onevenwichtige prijzen hanteren of als binnen- en/of buitenlandse markten voor korte kredieten niet homogeen zijn (vanwege risico-verschillen) en dat er dus met meerdere rentevoeten rekening moet worden gehouden. Beide mogelijkheden zijn zeer wel denkbaar in theorie en praktijk en de gevolgen daarvan dienen dan ook te worden geanalyseerd.

Stel dat er in land A één bank is die een prijs voor termijnvaluta hanteert die hoger ligt dan de evenwichtsprijs (overeenkomend met rentepariteit) die de overige banken calculeren. Er bestaan dan mogelijkheden voor de andere banken (en eveneens voor niet-bancaire economische subjecten) transacties af te sluiten uit hoofde van internationale rente-arbitrage. Er zal derhalve vraag naar contante vreemde valuta worden uitgeoefend door arbitrageanten en de betreffende bank zal dan worden geconfronteerd met aanbod van termijnvaluta door rente-arbitrageanten. De bewuste bank zelf echter zal in de buitenwereld middelen dienen aan te trekken, deze verkopen op de contante markt ter uitsluiting van het valutarisico en haar beleggingen op de binnenlandse geldmarkt vergroten. De kapitaalexport uit hoofde van de rente-arbitrage wordt dus gecompenseerd door een bancaire kapitaal-import (pseudo-arbitrage). De rente-arbitrageanten maken arbitrage-winsten en de bank (de pseudo-arbitrageant) lijdt verlies. De rente-arbitrageanten verminderen hun binnenlandse beleggingen en de bewuste bank vergroot haar binnenlandse geldmarktbeleggingen. De bank die de mogelijkheden van internationale rente-arbitrage creëert, schept daarmee expliciet mogelijkheden van rente-arbitrage binnen een (homogene) nationale geldmarkt.

Indien er meer dan twee rentevoeten bestaan (vanwege de aanwezigheid van niet homogene deelmarkten) is internationale rente-arbitrage eveneens denkbaar. Stel dat er in land B twee schuldtitels bestaan met eenzelfde looptijd met de rentevoeten r_B en r_B^* , waarbij r_B de relevante rentevoet is voor de termijankoers, en $r_B^* > r_B$, omdat een belegging in de bedoelde schuldtitel hogere risico's met zich meebrengt. Een belegging vanuit land A in schuldtitels met de rentevoet r_B^* , met uitsluiting van het valutarisico, impliceert dat een of meerdere ban-

ken termijnvorderingen in valuta B verwerven. Om het koersrisico hierop uit te sluiten zullen zij valuta B lenen (tegen de rentevoet r_B) en deze vervolgens verkopen op de contante markt. De vraag naar contante valuta door rente-arbitrageanten wordt gecompenseerd door een aanbod van banken en aldus kan de rente-arbitrage geen enkele invloed uitoefenen op de contante markt. In de cambistische opvatting ligt dit ook voor de hand. Een rente-arbitrageant oefent vraag uit op de contante markt en aanbod op termijn. Het aanbod op termijn is echter in de genoemde visie identiek met aanbod op de contante markt. Transacties uit hoofde van internationale rente-arbitrage impliceren derhalve dat de vraag naar en het aanbod van vreemde valuta op de contante markt simultaan met hetzelfde bedrag toenemen en dus geen enkele invloed kunnen uitoefenen op de hoogte van de evenwichtskoers. Zij leiden evenmin tot een verandering in de schaarsteverhoudingen tussen de binnen- en buitenlandse geldmarkt en kunnen derhalve evenmin invloed uitoefenen op de rentestanden.²⁵

Het voorgaande impliceert dat in de cambistische visie het motief van de internationale rente-arbitrage bij de aanwezigheid van slechts één binnenlandse en één buitenlandse rentebestand nimmer bij economische subjecten aanwezig kan zijn in evenwichtssituaties. In onevenwichtige situaties en/of bij meerdere rentevoeten kan de internationale rente-arbitrage wel bestaan. De arbitrage-transacties hebben dan geen enkele invloed op de valutamarkt en op de nationale geldmarkten. In evenwichtssituaties spelen zij derhalve geen rol en in onevenwichtige situaties leveren zij geen enkele bijdrage ter herstel van het evenwicht.

In de cambistische opvatting heerst er evenwicht op de valutamarkt indien de vraag naar en het aanbod van contante valuta aan elkaar gelijk zijn. De 'termijnmarkt' speelt hierbij geen enkele rol. Economisch gezien bestaat deze immers niet in de genoemde visie. Het cambistische model van de valutamarkt is daarmee exact hetzelfde als in I is gepresenteerd, waarbij werd aangenomen dat er geen mogelijkheid bestond om transacties op termijn af te sluiten. Indien deze mogelijkheid wel wordt geïntroduceerd heeft dit geen enkele consequentie vanwege het feitelijke gedrag van het bankwezen. De kortlopende internationale kapitaalbewegingen zijn, precies zoals in I, een gevolg van valutaspeculatie, ook indien speculanten alleen transacties op termijn afsluiten.

IV. Cambisten versus academici - een nadere confrontatie en uitwerking

Op basis van de in I, II en III weergegeven gedachtengang is de argeloze lezer

25. Voor zover in de standaardliteratuur internationale rentepariteit in evenwichtssituaties relevant wordt geacht, zijn er in onevenwichtige marktsituaties mogelijkheden voor rente-arbitrage, die een essentiële rol speelt voor het herstel van het evenwicht. Zie bijvoorbeeld Heinz Riehl en Rita M. Rodriguez, *Foreign exchange markets, a guide to foreign currency operations*, 1977, blz. 59 en 133. In de cambistische visie, speelt de mogelijke rente-arbitrage in onevenwichtige situaties geen enkele rol om internationale rentepariteit te herstellen.

misschien bereid te accepteren dat de cambistische theorie een fundamenteel andere en een meer realistische is dan de academische. In academische kringen echter hebben de cambistische opvattingen geen aanhang van enige betekenis. Coulbois stelt in dit verband dan ook het volgende: ‘... la communauté académique est restée jusqu’à ce jour, en sa quasi-totalité, opposée à cette théorie alternative’...²⁶

Naar onze mening is deze afwijzing op grote schaal geheel ten onrechte, maar wel verklaarbaar. De onderstaande redenen kunnen in dit verband genoemd worden.

a. In academische kringen wekt de cambistische theorie de indruk dat de laatstgenoemde niet in staat is het evenwicht op de valutamarkt te determineren. Spraos stelt bijvoorbeeld het volgende: ‘Short term interest rates in Paris serve mainly at equilibrating the French money market. Eurodollar rates act in a similar way for the Eurodollar market. In serving these purposes they establish certain interest relativities... But apart from special cases the forward margin must be able to detach itself from the interest differential if it is to function as a third variable serving to balance supply and demand in the forward market. For, in general, it is not possible for two variables (Paris and Eurodollar interest rates) to equilibrate simultaneously three markets (French money market, Eurodollar market and forward franc/dollar market)’.²⁷

b. In de opvatting van sommige aanhangers van de academische theorie is de cambistische theorie ‘... nothing but a simplified version of the interest parity theory, because in their theory the horizontal arbitrage function implicitly plays a dominant role’.²⁸

In wezen identiek hiermee geeft de Roos als toelichting bij een voorbeeld van arbitrage van banken bij interest pariteit: ‘De hier beschreven gang van zaken, die vooral sterk benadrukt wordt door wat bekend geworden is als de zogenaamde “Cambist theory”, leidt in feite tot precies hetzelfde resultaat als wij reeds eerder hebben gevonden en impliceert verder dat de intrinsieke deviatie altijd nul zal zijn’.²⁹

c. In de cambistische literatuur wordt niet expliciet ingegaan op de betekenis van het politieke risico voor de rente-arbitrageanten (en pseudo-arbitrageanten), terwijl in de academische literatuur hieraan uitdrukkelijk veel aandacht wordt besteed. Met name Aliber, één der meest vooraanstaande verdedigers van de academische versie, legt hierop sterk de nadruk in meerdere publikaties.³⁰

26. Paul Coulbois, *Finance Internationale*, 1, *Le Change*, 1979, blz. 245.

27. John Spraos, in P. Coulbois, *Le change à terme*, blz. 190.

28. Smits en Schep, blz. 483. (cursivering door S. en S.).

29. F. de Roos, *Internationale economische betrekkingen*, 1, *Monetaire theorie* 1978, blz. 60.

30. Zie o.a. de eerder genoemde in dit artikel. Ook door F. de Roos, e.a. *Het internationale monetaire stelsel*, 1976 wordt aandacht geschonken aan de politieke risicofactor (o.a. op blz. 210).

De genoemde kanttekeningen impliceren - indien zij terecht zouden zijn - dat de cambistische theorie niet in staat is om het evenwicht op de valutamarkt te determineren (ad a), dat zij beschouwd moet worden als een bijzondere variant van een meer algemene (academische) theorie (ad b) en, tenslotte, dat zij essentiële risico's waarmee rente-arbitrageanten in de praktijk worden geconfronteerd, verwaarloost (ad c). Vanuit een academisch gezichtspunt worden dus zowel ernstige theoretische als praktische bezwaren aangevoerd tegen de opvattingen der cambisten. De vraag die zich echter opdringt is natuurlijk of de genoemde kritische opmerkingen terecht zijn. Hierop zal in het onderstaande nader worden ingegaan.

Het evenwicht op de termijnmarkt in de cambistische theorie

De kritiek, dat de cambisten niet in staat zijn om het evenwicht op de valutamarkt te determineren, is niet terecht. Zowel in I als in III is uitvoerig aangegeven dat dit wel het geval is. Immers het evenwicht op de kredietmarkt (geldmarkt) in de landen A en B, en het evenwicht op de contante valutamarkt is identiek met evenwicht op de 'termijnmarkt'. De evenwichtige termijnkoers is in de cambistische opvatting immers per definitie de evenwichtige contante koers gecorrigeerd voor de verschillen tussen de evenwichtige rentevoeten. Er is in de genoemde opvatting geen evenwichtig (dis)agio per unage denkbaar dat afwijkt van het verschil in de (relevante) evenwichtige nationale renteperunages. Of anders uitgedrukt, de 'forward franc/dollar market' à la Spraos bestaat niet in de cambistische visie en dus kan er geen termijnkoers zijn die voor evenwicht op deze 'markt' dient te zorgen. De bedoelde 'markt' is niets anders dan een afspiegeling van de (door Spraos niet genoemde) 'spot franc/dollar market' en de (wel genoemde) 'French money market' en de 'Eurodollar market'. Het zijn derhalve drie variabelen (de contante koers, de Franse geldmarktrente en de Eurodollar rentevoet) die ervoor dienen te zorgen dat de drie markten simultaan in evenwicht zijn. Een onevenwichtige 'termijnmarkt' is dan ondenkbaar.

De horizontale arbitragecurve, c.q. de eenvoudige interest-pariteitstheorie

Het is denkbaar dat internationale rente-arbitrageanten indifferent zijn ten opzichte van de plaatsen waar en de valuta's waarin zij hun middelen aanhouden. In de academische visie impliceert dit dat zij ook onverschillig zijn met betrekking tot de politieke risico's c.q. dat deze van een te verwaarlozen betekenis zijn. Er is dan sprake van een horizontale arbitrage-curve en er zal in evenwichtssituaties internationale rentepariteit gelden. Waar de bedoelde indifferentie echter niet aanwezig is en politieke risico's wel van betekenis zijn, kan er in deze visie ook geen sprake zijn van internationale rentepariteit in evenwichtige marktsituaties. De aanwezigheid van internationale rentepariteit is derhalve één mogelijkheid uit talloze andere. Vanuit deze (academische) opvatting is het niet verwonderlijk dat de cambistische visie als eenvoudig en irreëel wordt gekenschetst. In de

laatstgenoemde opvatting heerst immers altijd rentepariteit in evenwichtssituaties. In de academische visie is dit alleen denkbaar als expliciet of impliciet wordt uitgegaan van indifferente rente-arbitrageanten.

Deze bovenstaande interpretatie wordt door de cambisten echter van de hand gewezen. De internationale rente-arbitrageanten spelen immers in de cambistische opvatting expliciet geen enkele rol op de valutamarkt en de kredietmarkten, dus ook geen rente-arbitrageanten die indifferent zijn met betrekking tot het politieke risico. De banken die termijntransacties afsluiten met cliënten, en vervolgens pseudo-arbitrage-transacties verrichten bij rentepariteit, kunnen in dit verband niet als rente-arbitrageanten worden beschouwd. Zij laten zich niet leiden door het bestaan van een intrinsieke deviatie, maar wel door de wensen van de cliënten. De pseudo-arbitrage bestaat immers uit transacties die de cliënten, bij afwezigheid van bancaire dienstverlening, zelf zouden moeten afsluiten. Het zijn dus de banken die de transacties afsluiten in plaats van de cliënten. Het motief van de rente-arbitrage voor de banken is hieraan dus volkomen vreemd. De bancaire dienstverlening houdt wel in dat er sprake is van rentepariteit in evenwichtssituaties, hetgeen ook het geval is in de academische theorie bij de aanwezigheid van een horizontale arbitragecurve. Hieruit mag echter niet worden geconcludeerd dat de cambistische theorie een speciale variant is van een meer algemene theorie. Integendeel; de cambistische theorie toont juist aan dat internationale rente-arbitrage nimmer enige betekenis heeft en dat een arbitragefunctie niet bestaat. Coulbois stelt in dit verband het volgende: 'Les banques . . . travaillent à la parité des taux d'intérêt . . . et non sous l'impulsion de reports et déports intrinsèques. Leur comportement n'est donc pas déterminé par l'existence de ceux-ci et la "fonction" d'arbitrage apparaît, en ce qui les concerne, comme une pure construction de l'esprit'.³¹

Indien de pseudo-arbitrage der banken in de cambistische visie identiek zou zijn met arbitrage (van indifferente rente-arbitrageanten) in de academische opvatting moet het aanpassingsproces in onevenwichtige situaties in beide theorieën exact hetzelfde zijn. Dit is echter niet het geval. Stel dat de economische subjecten met enige vertraging reageren op veranderingen in de marktomstandigheden en dat (uitgaande van rentepariteit) een autonome stijging optreedt van de door speculanten verwachte contante koers van valuta B. In de academische theorie zal dit allereerst leiden tot een stijging van de termijnkoers van valuta B onder invloed van een grotere speculatievraag. Hierdoor zal kapitaalexport uit hoofde van rente-arbitrage aantrekkelijk worden, waardoor de contante koers en de rente in A zullen stijgen en de stijgende tendens van de termijnkoers zal worden beperkt. In de nieuwe evenwichtssituatie zal er weer sprake zijn van rentepariteit. Dus pas nadat de termijnkoers is veranderd kan de contante koers en de rente reageren.

31. Paul Coulbois, *Finance Internationale*, I, *Le Change*, blz. 249.

In de cambistische theorie ligt een ander schema voor de hand. Daar kan de termijnkoers slechts veranderen nadat de contante koers en/of de renteverschillen een wijziging vertonen. Deze wijzigingen zullen resulteren als gevolg van de liquidatie van binnenlandse bancaire beleggingen, waardoor de rente in A zal kunnen stijgen, de bancaire vraag naar valuta B en de vergroting van de buitenlandse beleggingen door banken van land A, die noodzakelijk zijn om aan de wensen van de speculanten te voldoen.

Het aanpassingsmechanisme leidt in beide opvattingen tot hetzelfde resultaat (herstel van rentepariteit), maar de wijze waarop dit wordt bereikt is niet hetzelfde. Derhalve mag worden geconcludeerd dat de pseudo-arbitrage der banken in de cambistische visie niet identiek is met dat van eventuele indifferente rente-arbitrageanten in de academische theorie. De academische interpretatie van de cambistische opvatting in dit opzicht is o.i. dan ook onjuist.

Het politieke risico

Het politieke risico is van essentiële betekenis voor rente-arbitrageanten in de academische theorie, zoals reeds eerder werd aangegeven. Met betrekking tot dit punt verkeren de arbitrageanten van de academici en de pseudo-arbitrageanten van de cambisten in dezelfde situatie. Beide lopen geen valutarisico, doch in academische ogen in principe wel een politiek risico. De aanhangers van de cambistische theorie zijn op dit punt niet erg mededeelzaam en hun kritiek op de academische visie is o.i. onvoldoende uitgewerkt. Waar de cambisten het politieke risico ter sprake brengen wordt de daarmee verbonden problematiek gereduceerd tot de vraag welke rentestanden voor verschillende banken relevant zijn.³² Daarmee wordt echter in wezen niet ingegaan op de essentie van het politieke risico en lijken de aanhangers van de academische theorie bijzonder sterke troeven in handen te houden ondanks de eerder geleverde kritiek op hun opvattingen. Immers het risico dat (min of meer verregaande) deviezenrestricties worden geïntroduceerd is in de praktijk niet in alle landen even groot. En het is dit risico dat de internationale arbitrageanten accepteren volgens de academici. Het is ook dit risico dat primair verantwoordelijk is voor de mogelijke afwezigheid van rentepariteit in evenwichtssituaties.³³ Op deze punten echter kan de academische visie ernstig worden bekritiseerd. De dragers van het politieke risico zijn o.i. niet de rente-arbitrageanten (en evenmin de pseudo-arbitrageanten) maar de valutaspeculanten. In het onderstaande zal worden getracht dit aan te tonen.

Indien speculanten valuta B op termijn vragen, zullen de (pseudo) rente-

32. In dit verband is bijvoorbeeld van belang in hoeverre de rente op de Amerikaanse geldmarkt of op de Eurodollarmarkt relevant is ter vaststelling van de termijnkoersen door Amerikaanse banken en niet-Amerikaanse banken. (Zie bijv. Coulbois 259-260).

33. Zie in dit verband een aantal eerder gegeven verwijzingen naar Aliber, Leamer en Stern, Neldner, De Roos e.a.

arbitrageanten beleggen in land B en verplichtingen in valuta B op termijn aangaan met de speculanten. Veronderstel nu dat vóór het einde van de beleggingstermijn de autoriteiten in B deviezenrestricties introduceren, bijvoorbeeld een verbod voor niet-ingezetenen om waardepapieren luidende in valuta B te kopen.

Op het moment dat de vorderingen der (pseudo) arbitrageanten liquide worden, zullen zij valuta B moeten leveren aan de speculanten. De laatstgenoemden ontvangen derhalve een valuta met enigszins beperkte toepassingsmogelijkheden en kunnen daardoor worden gedupeerd. Het is ondenkbaar dat de rente-arbitrageanten verantwoordelijk kunnen worden gesteld voor de gevolgen van de bedoelde deviezenrestricties. De restricties kunnen uiteraard aanzienlijk verder gaan en bijvoorbeeld inhouden dat niet-ingezetenen valuta B niet mogen inwisselen in valuta A, dat zij er talloze goederen niet voor mogen aanschaffen, kortom dat de toepassingsmogelijkheden van valuta B, voor zover in handen van niet-ingezetenen, zeer aanzienlijk worden gereduceerd. Het zijn niet de rente-arbitrageanten, maar de speculanten die hierdoor worden gedupeerd.³⁴ Zij krijgen immers valuta B geleverd door de arbitrageanten tegen een vooraf overeengekomen prijs. De gevolgen van de gebruiksrestricties van valuta B slaan dan volledig neer bij de speculanten.

Zelfs bij maximale restricties, waarbij de toepassingsmogelijkheden van valuta B tot nul worden gereduceerd, is deze visie te verdedigen. In concreto zullen onder dergelijke omstandigheden de (pseudo) rente-arbitrageanten een waarde-loze valuta B leveren aan de speculanten. De schade die de laatstgenoemden hierdoor ondervinden kan niet worden afgewenteld op de eerdergenoemde economische subjecten en het ontslaat de speculanten evenmin van de verplichting hun afspraken na te komen. Het politieke risico wordt dan ook niet gedragen door de arbitrageanten maar door de speculanten.

Deze opvatting die o.i. volledig past in de cambistische visie, maar door de aanhangers daarvan niet expliciet naar voren wordt gebracht, doet ernstig afbreuk aan de waarde van de academische theorie. Zij houdt namelijk in dat de introductie van een termijnmarkt niet de betekenis kan hebben die de academici er aan toekennen.³⁵ Zij impliceert dat valutaspeculanten ongeacht het feit of zij op de contante markt of op termijn opereren, het politieke risico zullen dragen. Zij houdt bovendien in dat de aanwezigheid van politieke risico's geen reden kan zijn om de idee van de internationale rentepariteit van de hand te wijzen. Integendeel: ook bij aanzienlijke politieke risico's kan internationale rentepariteit relevant geacht worden, zoals in de cambistische theorie ook voortdurend het geval is.

34. Voor zover de arbitrageanten het valutarisico op de rente-opbrengsten niet uitsluiten, dragen zij vanzelfsprekend ook het politieke risico.

35. Zie hiervoor de uiteenzettingen in II.